

Política Macroprudencial: uma Leitura Keynesiana

Macroprudential Policy: a Keynesian Interpretation

Gustavo Chagas Goudard*

Fábio Henrique Bittes Terra**

Resumo: A crise econômica internacional trouxe à tona o debate acerca da necessidade de novos instrumentos de política econômica. Nesse particular, foram buscadas novas formas de se evitar os desequilíbrios financeiros que, em inflexões cíclicas repentinas, causam consequências no lado real da economia. Assim, deu-se enfoque à chamada política macroprudencial que, embora as primeiras alusões a ela sejam de meados da década de 1970, foi apenas recentemente trazida à ordem do dia. Nesse contexto, o objetivo deste trabalho é realizar uma leitura keynesiana da política macroprudencial. O argumento subjacente é o de que a referida política pode ser apreendida como essencialmente keynesiana, pois lida com o caráter instável do sistema econômico e com o risco sistêmico endógeno. Além disso, as macroprudenciais se coadunam com o *modus operandi* das políticas econômicas keynesianas. As discussões e o desenvolvimento da literatura relativa ao tema têm ocorrido sob bases pragmáticas que não se relacionam imediatamente às escolas ortodoxas ou heterodoxas da ciência econômica. Logo, embora a literatura sobre as macroprudenciais, em termos de objetivos, instrumentos e canais de transmissão, já esteja avançada, há ainda a necessidade de um debate teórico a substanciar a utilização dessa política.

Palavras-chave: Política macroprudencial. Keynes. Política econômica.

Abstract: The economic crisis has brought to the fore the debate about the need for new economic policy instruments. In particular, it demands new ways to prevent financial imbalances that in their cyclical inflections, causes consequences in the economy. Hence, the so called macroprudential policy was fetched to the center of the debate. In this context, the aim of this work is to perform a reading of macroprudential policy in a Keynesian perspective. The underlying argument is that policy can be understood as essentially Keynesian, because it deals with the unstable character of the economic system and with the endogenous systemic risk. In addition, macroprudential are consistent with the *modus operandi* of Keynesian economic policies. Discussions and development of the literature on the subject have taken place under pragmatic bases that do not relate immediately to orthodox or heterodox schools of economics. Thus, although the literature on macroprudential, in terms of objectives, instruments, transmission channels is advanced, there is still a need for theoretical debate to substantiate the use of this policy.

* Mestrando em Economia pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). E-mail: gustavogoudard@gmail.com

** Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Professor adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia (UFU). E-mail: fhbterra@ie.ufu.br

Keywords: Macroprudential policy. Keynes. Economic policy.

JEL Classification: E12; E32; E69.

1 Introdução

A crise econômica internacional, iniciada com o colapso do mercado de hipotecas *subprime*, trouxe à tona o debate acerca da necessidade de novos instrumentos de política econômica para além dos convencionais mecanismos fiscais, monetários e cambiais. Nesse particular, foram buscadas novas formas de se evitarem os desequilíbrios financeiros que, em inflexões cíclicas repentinas, causam consequências no lado real da economia, como as reduções nos níveis de produto, emprego e renda. Assim, deu-se enfoque à chamada política macroprudencial,¹ cuja ocorrência na literatura deu-se em meados da década de 1970, mas que apenas recentemente foi, de forma mais intensa, trazida à ordem do dia, por conta da sua utilização ou recomendações de uso pós-crise.

Todavia, mesmo sendo objeto de discussão inacabada na literatura, pode-se perceber um consenso acerca dos objetivos que norteiam o uso da política macroprudencial: ela visa, sobretudo, a supervisão e a regulação financeiras para contenção do risco sistêmico de insolvência. A lógica é que se tenha, a bem da perene estabilidade financeira, a contenção das duas dimensões do risco sistêmico, quais sejam, seu caráter pró-cíclico e seu entrelaçamento entre as instituições em nível global.

Nesse contexto, o objetivo deste trabalho é realizar uma leitura keynesiana da política macroprudencial. O argumento subjacente é o de que a referida política pode ser compreendida como essencialmente keynesiana, pois a lógica de utilização dela apreende o sistema financeiro como sujeito a crises que decorrem de risco endógeno e cujas repercussões não se circunscrevem apenas ao âmbito da circulação financeira, mas impactam sobre a circulação industrial, a se aproveitarem as categorias de circulação econômica de Keynes (1971b). Como se não bastasse, soma-se ainda à leitura keynesiana da política macroprudencial o argumento de que ela pode funcionar como complementar às políticas econômicas

1 Um esclarecimento se faz necessário. No Brasil, convencionou-se chamar as macroprudenciais de medidas. Na literatura estrangeira, o *status* é o de política. Logo, qual o estatuto das macroprudenciais? Seriam elas uma política, compreendida como um regime sistematizado de uso dos instrumentos macroprudenciais, interconsistente com os instrumentos das outras políticas econômicas e levados a efeito por uma instituição específica? Ou seriam as macroprudenciais, ainda, apenas medidas dispersas e circunstanciais? Entende-se, neste trabalho, que as macroprudenciais podem ser consideradas uma política, com medidas intraconsistentes de regulamentação do sistema financeiro e interconsistentes com as outras políticas econômicas. Assim, as medidas macroprudenciais são as formas de atuação da política macroprudencial. A literatura internacional, seja a institucional, como a do International Monetary Fund (2011), Bank of England (2009) e Bank for International Settlements *et al.* (2011), seja a de pesquisadores, como a de Caruana (2010) e Gallati e Moessner (2010), também confere às macroprudenciais o estatuto de política.

convencionais, principalmente à monetária, cuja eficácia, para sozinha influenciar a atividade econômica, foi objeto de desconfiança por parte de Keynes (1964).

Ao se acompanhar a literatura atinente ao tema, como se verá em seção específica deste artigo, é perceptível a ausência de perspectiva teórica no debate em torno das macroprudenciais. As discussões e o desenvolvimento da literatura relativa ao tema têm ocorrido sob bases pragmáticas que não se relacionam imediatamente às escolas ortodoxas ou heterodoxas da ciência econômica. Embora a literatura sobre a macroprudencial, em termos de objetivos, medidas e canais de transmissão, já esteja avançada, há ainda a necessidade de um debate teórico a substanciar a utilização dessa política. Por exemplo, em um mundo sujeito a equilíbrio permanente, como o teorizado pela escola novo-clássica, as macroprudenciais são desnecessárias. Tal afirmação, no entanto, não é válida para o modelo econômico keynesiano.

Além desta primeira seção, a introdução, a estrutura deste artigo consiste em mais quatro seções: na segunda seção será apresentado o referencial teórico keynesiano a partir, sobretudo, de Keynes e Minsky; na terceira seção realizar-se-á uma revisão da literatura sobre a política macroprudencial, compreendendo suas origens, objetivos, instrumentos e interações com as demais políticas econômicas; na quarta seção desenhar-se-á uma relação entre a segunda e a terceira seções, ou seja, a associação da lógica macroprudencial à perspectiva keynesiana; e, por fim, na quinta seção, são realizadas as considerações finais do trabalho.

2 A Instabilidade Inerente às Economias Monetárias da Produção

Em sua *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, Keynes (1964) aponta o dilema em que vive o empresário: na busca pelo lucro monetário, precisa decidir em que investirá sua riqueza, sabendo que essa decisão é irreversível e pode lhe implicar a perda de seu poder de comando sobre o produto. Circunscrito a esse ambiente, o empresário somente investe quando possui expectativas de longo prazo que lhe são animadoras o suficiente para superar, por um lado, a desconfiança acerca dos resultados futuros de suas apostas presentes e, por outro lado, a quase renda que ativos financeiros com taxas de juros prefixadas lhe oferecem.

Logo, as expectativas apresentam-se como influência determinante sobre a eficiência marginal do capital e, por conseguinte, sobre o volume de investimento, de emprego e de renda. Para Keynes (1964), as expectativas de longo prazo baseiam-se, em parte, em fatos conhecidos com mais ou menos certeza e, em parte, em eventos futuros em que se detém um maior ou menor grau de confiança. O grau de crença do empresário nos elementos que desconhece, isto é, seu estado de confiança, depende não só do prognóstico mais provável que se possa formular

ao analisar o passado e o presente, mas também da confiança com que se faz esse prognóstico. Em síntese, Keynes (1964, p. 150) aponta que

Os homens de negócio fazem um jogo que é uma mistura de habilidade e de sorte, cujos resultados médios são desconhecidos pelos jogadores que dele participam. Se a natureza humana não sentisse a tentação de arriscar, nem de sentir a satisfação (excluindo-se o lucro) de construir uma fábrica, uma estrada de ferro, de explorar uma mina ou uma fazenda, provavelmente não haveria muitos investimentos como mero resultado de cálculos frios.

No entanto, a separação entre gestão e propriedade das empresas, que Keynes (1971a) aponta ter acontecido ao longo do século XIX, fez com que investimentos financeiros se tornassem parte importante do sistema econômico. Para a classe dos rentistas, os benefícios das aplicações financeiras decorrem de se poder investir sem se responsabilizar pela gestão do negócio. No que toca à classe dos empresários, o sistema financeiro viabilizou novas e mais volumosas fontes de capital para a abertura ou ampliação dos negócios. Por isso, Keynes (1964) aponta que os investimentos financeiros contribuem com o produtivo, pois permitem que os indivíduos revejam mais constantemente suas aplicações e reduzam a insegurança dada pela imprevisibilidade do futuro. Porém, se por um lado tais instrumentos permitiram maior facilidade para investir e uma mais constante apreciação dos investimentos já feitos, por outro lado o uso do sistema financeiro para ganhos rápidos, em função da liquidez que apresenta, – o fetiche da liquidez para Keynes (1964) – contribuiu para agravar a instabilidade do sistema econômico. A partir da reavaliação cotidiana das inversões realizadas exerce-se uma influência decisiva sobre o montante de investimento corrente em bens de capital.

De acordo com Keynes (1964), o fetiche da liquidez e a consequente rápida reversão de investimentos podem criar distorções sérias, pois: a) a parcela de investimentos realizados por pessoas que desconhecem as circunstâncias reais ou esperadas do negócio aumenta, o que reduz o elemento de conhecimento fundamentado na avaliação dos investimentos; b) as flutuações de curto prazo, mesmo que efêmeras, passam a exercer influência excessiva sobre o mercado; c) as avaliações, fruto de um grande número de pessoas sem conhecimento, passam a sofrer modificações a partir de pequenas mudanças nas opiniões, causadas por fatores que pouco ou nada significam, e ondas de pessimismo ou otimismo passam a governar o sistema; d) os “investidores profissionais” (KEYNES, 1964, p. 155), que fazem julgamentos mais seguros e que poderiam evitar distorções, ao invés de fazerem projeções de longo prazo, preocupam-se com mudanças de curto prazo, tentando prevêê-las antes do público em geral, atuando como especuladores; e)

por fim, o estado de confiança daqueles que concedem crédito pode ser abalado e, por consequência, levar o sistema a crises.²

Em síntese, no mercado financeiro cada vez mais organizado em torno da liquidez e do ganho rápido, “[...] o objeto real, secreto, dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é ‘beat the gun’ como os Americanos tão bem o expressam, burlar a multidão, e passar ao próximo a moeda falsa ou em depreciação” (KEYNES, 1964, p. 155). Nesse particular, os resultados são maior volatilidade, com mais pronunciadas predisposições do sistema econômico à instabilidade. Assim, configura-se a dicotomia entre a atividade especulativa - a que busca prever a psicologia do mercado - e o empreendedorismo - que espera uma renda provável - ou, em outros termos, entre o curto e o longo prazo, entre o financeiro e o produtivo, sendo que o segundo tende a trazer benefícios à sociedade, enquanto que o primeiro, usado no jogo dos mercados financeiros e não no financiamento da produção, pouco traz além de maior propensão do sistema a oscilações. Consoante Keynes (1964, p. 159),

Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser mal feito.

Para contraporem-se às imperfeições, são necessárias medidas de regulamentação da dimensão que podem deter as atividades especulativas, seja reduzindo-se a liquidez do mercado pelo controle dos mercados secundários, seja criando-se impostos sobre as transações ou limitando-se as trocas que se travam entre as diversas instituições financeiras. Keynes aponta que a estrutura de regulamentação parece ser “[...] a mais útil reforma disponível para mitigar [...] a predominância da especulação sobre o empreendimento” (KEYNES, 1964, p. 160), além de induzirem os investidores a dirigir sua atenção para perspectivas de longo prazo.

Ademais, a liquidez conferida aos mercados financeiros pelo alastramento dos instrumentos negociados e pelo desenvolvimento dos espaços secundários de negociação reflete-se sobre a volatilidade do complexo de taxa de juros do sistema financeiro. Dessa forma, o comportamento futuro das taxas de juros torna-se mais incerto, o que amplifica a preferência pela liquidez dos agentes, e os investimentos produtivos passam a ter um custo de oportunidade relativamente maior ao investimento financeiro. Nesse contexto, cabe à política monetária atuar para influenciar a curva de juros a bem do investimento produtivo. Porém, desde o

2 Não é por menos que Keynes (1964) aponta que, para que se tenha uma fase ascendente, devem existir crédito ou expectativas favoráveis. Contudo, para que se saia de uma recessão, crédito e confiança devem estar presentes.

Tract on monetary reform, de 1924, Keynes (1971a) já desconfiava da capacidade de a autoridade monetária influenciar, sozinha, o sistema econômico em função de seus impactos indiretos sobre os agentes e, por consequência, sobre a atividade econômica. Apesar de importante, uma política econômica com instrumentos meramente monetários não é suficiente para estimular o investimento produtivo de longo prazo e reduzir a instabilidade do sistema financeiro, globalizado e desregulamentado. Nesse particular, na *Teoria geral*, Keynes afirma que

Da minha parte sou, presentemente, algo cético quanto ao êxito de uma política meramente monetária orientada no sentido de exercer influência sobre a taxa de juros. Encontrando-se o Estado em situação de poder calcular a eficiência marginal dos bens de capital a longo prazo e com base nos interesses gerais da comunidade, espero vê-lo assumir uma responsabilidade cada vez maior na organização direta dos investimentos, ainda mais considerando-se que, provavelmente, as flutuações na estimativa do mercado de eficiência marginal dos diversos tipos de capital, calculada na forma descrita antes, serão demasiado grandes para que se possa compensá-las por meio de mudança viáveis na taxa de juros. (KEYNES, 1964, p. 164).

Para Minsky (1986), o sistema financeiro encontra-se em uma situação de fragilidade financeira perene, em que os agentes se situam em posições mais ou menos frágeis. Nesse contexto, Minsky (1986) categorizou sua conhecida estrutura de posturas financeiras *hedge*, especulativo e *Ponzi*.³ Isso se dá pela própria característica do sistema financeiro, cujas instituições atuam pela captação de depósitos à vista ou a prazo, que serão repassados a terceiros. Estes, por sua vez, assumem uma estrutura de passivo contratualmente estabelecido, cujo pagamento decorre de uma expectativa de retorno da carteira de ativos composta pela dívida contraída. Caso haja frustração das expectativas, as firmas podem se tornar insolventes e o sistema financeiro tende a caminhar para a crise sistêmica. Quanto menor a margem de segurança entre o compromisso financeiro assumido e a renda esperada, mais vulnerável estão os agentes, o sistema financeiro e a economia.

Minsky (1986) destaca que a intensificação da fragilidade financeira não decorre de fatores exógenos, mas resulta das características próprias da economia. Ou seja, o risco é endógeno e, como os lados real e monetário não são estanques, abalos no sistema financeiro são potencialmente promotores de crises econômicas. Portanto, as crises emergem do funcionamento normal das economias monetárias da produção, refletindo, por exemplo, em aumento de custos de investimento ou operacionais, mudanças repentinas de expectativas, redução dos rendimentos correntes, alterações na curva de juros que implicam diferentes preferências pela liquidez, entre outros fatores causais. A relação entre os riscos endógenos, as

3 Para mais informações sobre o que é e como se encontram os agentes em cada uma dessas posições, ver o capítulo 9 de Minsky (1986).

margens de segurança e o caráter pró-cíclico da fragilidade financeira pode fazer com que um agente econômico com margens de segurança *hedge* torne-se especulativo ou *Ponzi* sem que, necessariamente, tenha incorrido em nova aquisição de dívida.

Além disso, tanto Keynes (1964) quanto Minsky (1986) destacam o caráter pró-cíclico da intensificação da fragilidade financeira: em momentos de *boom*, as percepções de risco se reduzem de modo que a economia se coloca em posições mais alavancadas, expandindo o risco sistêmico. Nesse particular, salientem-se três aspectos complicadores da fragilização: o primeiro é a amplitude da desregulamentação financeira, que confere maior liberdade à administração de balanço das instituições como forma de configuração de vantagens competitivas; o segundo é as inovações financeiras, intrinsecamente relacionadas à desregulamentação, que são a materialização da busca pelas vantagens competitivas; e o terceiro é a globalização, que levou o mercado financeiro à escala global. Em conjunto, esses elementos criam um cenário em que inovações ocorrem de forma desregulamentada em nível global, tendo como consequência instabilidades cada vez mais pró-cíclicas, alastradas e de mais difícil recuperação. Minsky (1986, p. 5) registra que

A instabilidade econômica [...] é o resultado de um sistema financeiro frágil que emergiu a partir de alterações cumulativas nas relações financeiras e das instituições ao longo dos anos subsequentes à Segunda Guerra. As mudanças não intencionais e frequentemente imperceptíveis nas relações financeiras, bem como a especulação financeira, induzida pelo bom funcionamento da economia, transformaram as regras para a política monetária e fiscal, baseadas nas experiências dos anos 1950 e início da década de 1960, em ineficazes.

Minsky (1986) argumenta que a estabilidade econômica depende de o Estado atuar por intermédio do *Big Government* e do *Big Bank*. Este deve regular as instituições financeiras, de modo a inibi-las de trilharem posições mais fragilizadas, ou seja, impedir que elas migrem de *hedge* a *Ponzi* ao longo do ciclo. Além disso, ele precisa atuar como prestador de última instância nos momentos em que surgirem os primeiros sinais de não recebimento dos empréstimos, evitando eventuais sequências de *default* que instaurem efeitos contágio e insolvência no sistema financeiro. Dessa forma, a política monetária operada pelo Banco Central minskyano deve manter os sistemas monetário e financeiro em posições mais robustas e críveis, para que, em caso de ampliação da desconfiança dos empresários que conduza à geração de desemprego e à estagnação da renda, não ocorra um circuito de falências bancárias que leve a economia à depressão. Por sua vez, o *Big Government*, por meio de ações fiscais de gasto público, mantém a demanda efetiva, deixando estáveis o lucro e o ânimo empresarial, para que o emprego e a produção correntes também assim se mantenham. Por isso, argumenta Minsky (1986, p. 10):

A dinâmica da economia capitalista que possui estruturas complexas, sofisticadas e em evolução, leva ao desenvolvimento de condições que propiciam a incoerência - inflação fora de controle ou a profundas depressões. Contudo, a incoerência não precisa se concretizar, já que as instituições e a política podem conter o impulso à instabilidade. Portanto, por assim dizer, podemos estabilizar a própria instabilidade.

Fica claro, por fim, que numa perspectiva keynesiana: a) o sistema capitalista e sua estrutura financeira são instáveis por natureza; b) uma política meramente monetária é incapaz de influenciar o complexo de taxa de juros do sistema financeiro em prol do investimento produtivo; c) o risco é endógeno e tem caráter pró-cíclico; e d) os processos de inovação financeira ocorridos ao longo do tempo intensificam a instabilidade.

Sob tal perspectiva, as políticas macroeconômicas atuais, embasadas no regime de metas de inflação de inspiração *mainstream* do Novo Consenso Macroeconômico, parecem não lidar com a necessidade de estabilização do ciclo econômico. Assim, faz-se necessária a implementação de novos instrumentos que sejam associados às políticas macroeconômicas convencionais, auxiliando-as na contenção das volatilidades e na indução do investimento produtivo. Nesse sentido, a política macroprudencial pode ser um caminho para se alcançar tais objetivos.

3 A Política Macroprudencial

A crise do *subprime* trouxe consigo o questionamento da hipótese dos mercados eficientes, que postula que a manutenção do nível de preços garante, por si só, a estabilidade financeira e a alocação ótima dos recursos. Nesse cenário de crise, a política macroprudencial ganhou destaque,⁴ e, hoje, parece haver consenso, se não teórico, pragmático, de que ela deva ser adotada a bem da robustez do sistema financeiro. Nas palavras de Clement (2010, p. 59), “[...] um elemento essencial da resposta política à crise internacional é fortalecer a orientação macroprudencial de regulação e supervisão financeiras, ou seja, um foco maior sobre o sistema financeiro como um todo e sua ligação com a macroeconomia.” Sobre isso, Galati e Moessner (2010, p. 2) destacam:

[...] tem havido uma falha em apreciar quão agressiva é a tomada de riscos de diferentes tipos de instituições financeiras - contra o pano de fundo de robusta *performance* macroeconômica e baixas taxas de juros - que suportaram um massivo crescimento nos balanços do sistema financeiro. O excesso de confiança na habilidade de ajuste automático

4 A título de ilustração, a retomada dos debates sobre as macroprudenciais pode ser confirmada via ferramentas de pesquisa *on-line* utilizadas por Clement (2010): em 2007 o número de resultados para o termo “macroprudencial” não passava de 5.000, enquanto que, atualmente, esse número apresenta mais de 600.000 resultados.

do sistema financeiro levou a subestimar as consequências do acúmulo de estoques crescentes de endividamento e alavancagem, resultado pelo crédito em expansão e preço dos ativos - sobretudo no setor imobiliário - e refletidos pelo baixo nível histórico de volatilidade e prêmios de riscos dos preços dos ativos. Houve, ainda, insuficiente reconhecimento sobre o papel da inovação e de desregulamentação financeira em ampliar a explosão creditícia e os desequilíbrios financeiros, além das suas consequências sobre a economia real.

A origem do termo macroprudencial pode ser encontrada, segundo Clement (2010), no final da década de 1970, em documentos não publicados, e a partir de meados de 1980, em referências publicadas, época em que “[...] as Autoridades estavam cada vez mais preocupadas com as implicações para a estabilidade macroeconômica e financeira devidas ao rápido ritmo de empréstimos aos países em desenvolvimento, necessitando examinar [novas] opções políticas” (CLEMENT, 2010, p. 60). No início das discussões, a perspectiva prudencial centrava-se em um âmbito microeconômico, em que se analisam instituições individualmente. A ampliação do espaço de regulamentação para o macro decorreu de as medidas microprudenciais não se mostrarem eficazes e conduzirem a erros analíticos, pois enquanto o crescimento individual de um banco poderia parecer sustentável, o do sistema em agregado poderia não o ser. Assim, instabilidades que recaem sobre o mercado como um todo poderiam não ser óbvias em nível individual, no qual vale a regulação microprudencial.

Como se pode perceber no Quadro 1, há uma diferença entre as lógicas macro e microprudencial, uma vez que a primeira abrange todo o sistema financeiro, enquanto que a segunda se preocupa com suas partes, como instituições individuais ou clientes em separado. Mesmo que a lógica micro some todas as partes do sistema, incorre-se em uma falácia da composição, pois o todo é maior do que a soma das partes. Dessa forma, os objetivos, as preocupações, os riscos e, por conseguinte, os instrumentos tornam-se diferentes entre os âmbitos. Para além, o International Monetary Fund (2011) destaca que as macroprudenciais são, além de uma evolução, um complemento da visão microprudencial, e que, na prática, é difícil delinear uma clara separação entre os âmbitos micro e macro. Perceba-se, entretanto, que independente da diferença entre os âmbitos de atuação, a estabilidade financeira é uma responsabilidade comum deles, o que “[...] reflete o longo alcance [e a gravidade] das consequências de uma crise” (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2011, p. 10).

Quadro 1 - Perspectivas macro versus microprudencial

| | Macroprudencial | Microprudencial |
|---|--|---|
| Objetivo imediato | Limitar o risco de todo o sistema financeiro. | Limitar o risco de instituições individualmente. |
| Objetivo final | Evitar custos macro-econômicos devidos à instabilidade financeira. | Proteger o depositante. |
| Caracterização do risco | Endógeno (depende do comportamento coletivo). | Exógeno (independe do comportamento dos agentes). |
| Correlações e exposições comuns às instituições | Importante. | Irrelevante. |
| Calibragem de controles prudenciais | Em termos de riscos sistêmicos. | Em termos de riscos de cada instituição. |

Fonte: Elaboração própria a partir de Borio (2003).

3.1 Objetivos

Embora não haja de forma definitiva um consenso na literatura sobre os objetivos da política macroprudencial, em âmbito geral, pode-se denotar que ela visa à estabilidade financeira, ao controle do risco sistêmico e, por conseguinte, à regulação do ciclo econômico que pode decorrer de crises iniciadas no mercado financeiro. Mas, mesmo assim, não há acordo em relação à definição do que seria a referida estabilidade e o perfil do risco. A discussão na literatura separa-se entre os postulantes do risco exógeno, dado por fatores alheios ao mercado, mas que sobre ele impactam, e os que advogam o risco endógeno, tal qual debatido em termos de Minsky (1986) e Keynes (1964). Assim, é possível separar as diferentes visões em dois grandes grupos: “[...] o primeiro define estabilidade financeira em termos da robustez do sistema financeiro a choques externos [...]. O segundo enfatiza a natureza endógena das dificuldades financeiras e descreve estabilidade financeira em termos de sua resiliência a choques originados dentro do sistema financeiro” (GALATI; MOESSNER, 2010, p. 5).

Consoante Brunnermeier e Sannikov (2009), um objetivo central da política macroprudencial é contrabalancear o declínio do risco calculado em uma fase de expansão e o seu subsequente crescimento em uma fase descendente. De acordo com o Banco da Inglaterra (BANK OF ENGLAND, 2009), a meta deveria ser o fornecimento estável de serviços de intermediação financeira para a economia, tentando evitar o ciclo ascensão-declínio na oferta de crédito e liquidez. No entanto, as macroprudenciais não deveriam ser guiadas de forma a evitarem bolhas e desequilíbrios em geral, uma vez que estes podem não estar fortemente

associados a mudanças na oferta de crédito (BANK OF ENGLAND, 2009). Landau (2009), por sua vez, argumenta que evitar bolhas é um possível encargo das macroprudenciais.

Para Caruana (2010), o objetivo é reduzir os riscos sistêmicos abordando explicitamente as interligações e exposições entre todos os agentes e o caráter pró-cíclico do sistema financeiro. Por fim, Perotti e Suarez (2009) veem as macroprudenciais com a meta de desencorajarem estratégias bancárias individuais que causem riscos sistêmicos, ou seja, uma externalidade negativa sobre o sistema financeiro. Enfim, não obstante a existência de várias funções, o controle do risco sistêmico e da instabilidade do sistema financeiro se mostram como os objetivos mais reiterados das macroprudenciais.

3.2 As Duas Dimensões do Risco Sistêmico e os Instrumentos Macroprudenciais

Há duas dimensões do risco sistêmico, a *time* e a *cross-sectional*. A primeira diz respeito a como o risco evolui ao longo do tempo, enquanto a segunda trata de como o risco é distribuído nas instituições do sistema financeiro doméstico e/ou externo (quando se envolvem transações com o resto do mundo, a dimensão *cross-sectional* também pode ser chamada *cross-border*) (CROCKETT, 2000). De acordo com Bank for International Settlements *et al.* (2011, p. 2), no que tange ao *time dimension*, “[...] a questão chave é mitigar ou amortecer o caráter pró-cíclico do sistema financeiro”. Para a dimensão *cross-sectional* busca-se reduzir as concentrações de exposições de instituições financeiras em termos de suas interconexões com outras instituições. Nessa lógica, o foco é que existam ferramentas para calibrar a significância sistêmica de instituições individuais considerando-se seu potencial para espalhar os seus problemas para todo o sistema. Por fim, Clement (2010) salienta que o debate sobre as medidas macroprudenciais focou até o início da crise no problema do *time dimension*, e, mais recentemente, a dimensão *cross-sectional* ganhou espaço, principalmente como resultado das preocupações com as grandes instituições, associadas ao *too big to fail problem*.

Como boa parte do que se tem falado sobre as macroprudenciais, ainda não se percebe um consenso na literatura em relação aos seus instrumentos. Uma série de medidas foi investigada sem identificar um instrumento primário e sem se criar uma taxonomia padrão. Para além, a distinção entre as medidas macroprudenciais e outras políticas econômicas não é simples, afinal

Uma dificuldade em se delinearem os limites da política macroprudencial é que outras políticas públicas também afetam a estabilidade financeira. Embora a principal responsabilidade por garantir a estabilidade do sistema financeiro precise repousar sobre a política macroprudencial, outras políticas devem ser capazes de completá-la. Não importa o quão diferente os mandatos políticos sejam estruturados, abordar a

Dada a dificuldade de uniformização de instrumentos, para facilitar a separação entre os que podem ser considerados macroprudenciais e aqueles que não podem, o Bank for International Settlements *et al.* (2011) criaram duas categorias em que os mecanismos devem ser enquadrados para se tornarem, ainda que não exclusivamente, medidas macroprudenciais: a) instrumentos especificamente concebidos para mitigar as *time* ou *cross-sectional dimensions* do risco sistêmico; e b) mecanismos originalmente desenvolvidos para fins que não prudenciais, mas que podem ser modificados para se tornarem parte deles. Por exemplo, as reservas compulsórias são um meio de controle da liquidez e, ao mesmo tempo, podem ser utilizadas para controlar o risco do sistema financeiro, bem como o controle de capitais é uma forma de se conferir independência à taxa de juros da política monetária em relação aos fluxos internacionais de capital tanto quanto é uma ferramenta para a consecução da estabilidade financeira.

Em síntese, o Quadro 2 apresenta um resumo da taxonomia das principais medidas macroprudenciais que podem ser condensadas enquanto medições, monitoramentos, relatórios, divulgações, regulamentações, regras e limites que reduzam o risco sistêmico do sistema financeiro. Em cada um dos instrumentos podem-se ter diversos mecanismos específicos de regulamentação colocados pela autoridade competente para serem seguidos pelas instituições financeiras.

Quadro 2 – Instrumentos macroprudenciais

| Medições de riscos | |
|-------------------------------|---|
| Instituições financeiras | Medidas de risco calibradas ao longo do ciclo. |
| Autoridade supervisora | Condicionalidade cíclica na classificação de supervisão de empresas; medidas de vulnerabilidade sistêmica como base para a calibragem de instrumentos prudenciais; comunicação de vulnerabilidade sistêmica; aplicação de testes de stress. |
| Relatórios financeiros | |
| Normas contábeis | Menor utilização das normas contábeis pró-cíclicas. |
| Filtros prudenciais | Ajuste de dados contábeis para calibrar os instrumentos prudenciais; normalização ou suavização das medidas macroprudenciais através de médias móveis. |
| Publicidade | Divulgações dos vários tipos de risco. |

continua...

conclusão.

| |
|--|
| Capital regulatório |
| Sobretaxa a partir do conjunto do capital concedido pelas instituições sob supervisão; redução da sensibilidade dos requisitos de capital para o ponto atual no ciclo; requisições de segurança dependentes do ciclo econômico para provisão de estoque de capital das instituições financeiras; necessidades de capital regulatório para tipos específicos de exposição; conexão entre revisão da supervisão e estado do ciclo. |
| Fundo de liquidez |
| Requerimentos de liquidez dependentes do ciclo; limites de concentração bancária, de tomador, de tipo de empréstimo ou de fonte de recurso; controle de empréstimos em moeda estrangeira e requerimentos de reserva de moeda estrangeira para restringir a exposição externa. |
| Acordos de garantia |
| Prazo variável em relação ao valor do empréstimo; conservadorismo máximo em relação ao valor do empréstimo e metodologias de avaliação para efeitos de garantia; extensão do limite de crédito com base em aumentos nos valores de ativos; requerimento de margens de segurança ao longo do ciclo. |
| Limites de concentração de riscos |
| Limites quantitativos no crescimento dos tipos específicos de exposição; acréscimo de taxa de juros sobre determinados tipos de empréstimos. |
| Esquemas de compensação |
| Diretrizes conectando a performance relatada de pagamentos com uma mensuração ex ante de risco de longo prazo; ampliação do capital social com lucros obtidos. |
| Restrições na distribuição de lucros |
| Limites de pagamentos dos dividendos nos tempos bons para auxiliar na construção de amortecedores de capital nos momentos recessivos. |
| Restrições na distribuição de lucros |
| Limites de pagamentos dos dividendos nos tempos bons para auxiliar na construção de amortecedores de capital nos momentos recessivos. |
| Mecanismos de seguro |
| Aportes de capital para contingências; seguro para o risco sistêmico médio financiado por taxas relacionadas ao crescimento dos ativos bancários acima de certo limite; depósitos de seguro com prêmio sensível ao risco sistêmico e pontuado por parâmetros microeconômicos. |
| Gestão de falhas e resoluções |
| Pontos de gatilho para intervenção de controle mais rígido em booms. |

Fonte: Elaboração própria a partir de Galati e Moessner (2010).

3.3 Interação com Outras Políticas Econômicas e o Desenho Institucional

Um ponto importante na efetivação da política macroprudencial é a sua interação com as políticas econômicas, notadamente a monetária, a cambial e a fiscal. Como se pode ver em Blanchard, Dell'ariccia e Mauro (2010), a interação se reforçou quando, com a eclosão da crise, os objetivos da política monetária começaram a ser colocados em cheque. A ideia é que a política monetária talvez não deva apenas prezar pela estabilidade de preços como quer a hipótese dos mercados eficientes, mas também precise influenciar as variáveis reais da economia e combater os desequilíbrios financeiros. Para tanto, as macroprudenciais deveriam ser complementares à política monetária, ainda que apenas para casos excepcionais, como quer Bernanke (2010). Nesse ínterim, Borio e Drehmann (2009) sugerem que a política monetária também se preocupe com os desequilíbrios financeiros, afinal deixar a instabilidade financeira a cargo apenas das macroprudenciais seria muito oneroso e difícil.

Não obstante, a própria sistemática das macroprudenciais interage com a política monetária também para a estabilidade de preços. Uma vez que as medidas macroprudenciais podem administrar o nível de liquidez, a expansão do crédito, o fluxo de capitais e o preço dos ativos (todos estes, mecanismos de transmissão da política monetária), a inflação estará, ao menos em parte, sob possibilidade de maior controle e, como efeito, reduz-se a sensibilidade inflação dos juros. Outro ponto importante é escolher como essa coordenação será realizada, afinal os instrumentos das políticas monetária e macroprudencial podem ser, ao mesmo tempo, complementares e substitutos, fazendo com que, em alguns momentos, haja utilização conjunta e em outros não exista necessidade de que ambos sejam efetivados em concomitância (GALATI; MOESSNER, 2010).

A complementaridade entre as macroprudenciais e a política cambial é mais perceptível, uma vez que assumem a forma de ações normativas que controlam os fluxos de capital internacional, mormente financeiros. Os controles de capitais buscam reduzir a exposição externa tanto pela dimensão pró-cíclica dos fluxos quanto pelo entrelaçamento global dos estoques de ativos e passivos entre as instituições financeiras. A volatilidade inerente aos movimentos dos fluxos especulativos é reduzida, de forma que: a) o câmbio se torna mais estável e de mais fácil administração; b) tem-se maior previsibilidade no setor externo, viabilizando que se antecipe riscos de crise cambial; c) diluem-se os efeitos *pass-through* do câmbio para os preços domésticos; e d) permite-se maior flexibilidade à administração da política cambial, pois o conjunto de regulamentações pode ser alterado de acordo com a conjuntura, ou seja, pode se ter uma atuação contracíclica da autoridade cambial, que enfrente o caráter pró-cíclico dos fluxos de capital.

Por fim, pode-se ainda destacar a interação com a política fiscal. Na medida em que as macroprudenciais permitem reduzir a sensibilidade dos juros básicos de uma economia, elas tendem a tornar a estrutura a termo de juros mais estável, o que contribui para que os encargos financeiros da dívida pública sejam, no mínimo, mais gerenciáveis ao longo do tempo, pois tal formato da curva de juros melhora a administração da dívida pública, em termos de um perfil de remuneração mais antecipável. Salienta-se, ainda, que a colocação de macroprudenciais no mercado cambial, para gerenciamento dos fluxos de capitais, pode reduzir o risco cambial para os países que não conseguem emitir dívida externa em moeda própria, dada a diminuição da volatilidade cambial.

O que se percebe é que a política macroprudencial acaba por, direta ou indiretamente, auxiliar a condução das demais políticas econômicas, seja aumentando a harmonia, a eficácia e a independência entre estas, seja promovendo a estabilidade financeira. Contudo, embora a complementaridade seja patente, o desenho institucional das macroprudenciais ainda é controvertido. Entre os pontos debatidos destacam-se: a) o problema da autoridade macroprudencial, ou seja, se tal instituição deve ser a própria autoridade monetária ou outra instituição (LASTRA, 2003; BLANCHARD; DELL'ARICCIA; MAURO, 2010; INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2011); b) a necessidade de transparência e prestação de contas por parte de uma instituição com agentes de fora e de dentro do governo, a fim de garantir uma operacionalização eficaz e imparcial; e c) a criação de cooperação internacional, com normas que evitem a arbitrariedade entre os países, garantindo uma maior estabilidade financeira global.⁵

4 Política Macroprudencial: um Debate Essencialmente Keynesiano

A teoria keynesiana salienta a natureza instável do sistema econômico em função da possibilidade de reversões repentinas no ciclo econômico, a depender do modo pelo qual as expectativas dos agentes resultarem em diferentes preferências pela liquidez. Nesse particular, Keynes (1964) e Minsky (1986) chamam a atenção para a amplificação dos movimentos cíclicos quando posições especulativas no mercado financeiro ganham volume e tornam-se a regra. Em nível concreto, contudo, a prática da política econômica, como corrobora a crise econômica recente, não centrou preocupações com os riscos sistêmicos. Ao invés de *Big Government à la Minsky* (1986), assistiu-se à redução da atuação econômica do setor público: ao invés de regulação, houve medidas de liberalização dos mercados financeiros; ao invés de políticas ativas para a manutenção da dinâmica no

5 Para saber mais sobre o quadro institucional de alguns países, veja International Monetary Fund (2011).

setor produtivo, o objetivo primaz da atuação ativa estatal buscou, sobretudo, a estabilidade de preço.

Crises têm origem em momentos aparentemente tranquilos e de estabilidade, ou seja, no funcionamento normal da economia. Conforme Keynes (1964) e Minsky (1986), não são fatores externos ao sistema econômico, como *moral hazard* ou informação assimétrica, que implicam crises. São fatores interiores ao sistema, como a insuficiência de demanda efetiva ou alterações nas taxas de juros por conta de diferentes preferências pela liquidez, que provocam reversões na trajetória do sistema financeiro que, por sua vez, impactam sobre o lado real da economia. Conforme Minsky (1986, p. 287),

Para ser exato, nossas lideranças econômicas não parecem estar cientes de que o funcionamento *normal* de nossa economia gera traumas e crises financeiras, inflação, depreciação da moeda, desemprego e pobreza, em meio àquilo que poderia ser, na prática, fartura universal. Em suma, o capitalismo financeiro complexo é inerentemente falho. De acordo com o que se propaga atualmente, as falhas em nossa economia são resultantes de características secundárias e não de problemas de base.

Assim, viveu-se em uma aparente inércia omissa com relação à instabilidade financeira e ao acréscimo de novas responsabilidades às políticas econômicas. Isso é explicado, pois, para a teoria clássica, a política econômica tem pouco ou nenhum efeito sobre as variáveis reais da economia. Quando a crise se apresenta, buscam-se políticas corretivas, e o mundo se torna, ao menos temporariamente, keynesiano, mas vale lembrar que não é esse o conselho da perspectiva keynesiana.

Para Keynes, as políticas econômicas devem ser ativas e com caráter contracíclico, tanto em nível doméstico quanto, se possível, em nível internacional, tal como o International Clearing Union (FERRARI FILHO, 2006). A lógica operacional das políticas econômicas keynesianas é que elas auxiliem a manutenção da demanda efetiva em níveis tais que as trajetórias da produção, do emprego e da renda assumam tendências estáveis. Ademais, como apontam Keynes (1964) e Minsky (1986), as políticas econômicas precisam enfrentar a fragilidade do sistema financeiro. Nesse contexto, as medidas macroprudenciais não devem ser, em si, instrumentos da política monetária, fiscal ou cambial, mas parte de uma política paralela àquelas, assumindo um papel específico em prol da estabilidade da dinâmica econômica pela diminuição da instabilidade financeira.

Nesse ínterim, além de seguir uma lógica que se atém à natureza instável da economia, pois busca amenizar a instabilidade financeira e controlar o risco sistêmico endógeno, as medidas macroprudenciais são uma política ativa que auxilia as demais políticas econômicas, pois aumentam a sua eficácia, bem como lhes conferem flexibilidade. Por exemplo, por limitar a concessão de crédito pelo

lado da demanda, as macroprudenciais viabilizam o controle da liquidez e da inflação em concomitância com a taxa de juros. Para além, a administração da taxa cambial, fundamental para o controle de eventuais efeitos *pass-through* e, não obstante, para que os empresários consigam ter estabilidade em seus custos de investimento e operacionais, também são facilitadas pelos controles impostos pelas macroprudenciais. Por fim, ao se ter tais controles sobre o câmbio, a taxa de juros não precisa se vincular com o equilíbrio externo, voltando-se aos problemas domésticos, como o incentivo ao investimento privado.

Ao se coadunar com uma visão de Estado que pratica políticas econômicas ativas e que vão além das convencionais, uma vez que ele está confrontado pela incerteza e pelo caráter instável das economias capitalistas, a política macroprudencial parece contemplar muitos dos anseios da perspectiva keynesiana. Afinal, ela lida com a instabilidade financeira em um cenário em que o risco sistêmico é endógeno ao sistema capitalista e, ao mesmo tempo, é uma política econômica ativa e regulamentadora dos mercados financeiros e complementares às políticas monetária, fiscal e cambial. Logo, elas são caminhos que partem de uma identificação do sistema econômico semelhante ao proposto pela perspectiva keynesiana e atuam sobre ele de forma imediata, a bem da contenção de crises e do estímulo à demanda efetiva.

Seja porque reduz a sensibilidade inflação dos juros, seja porque torna mais estável a taxa de câmbio, as macroprudenciais também são atinadas ao estímulo à eficiência marginal do capital e ao investimento produtivo. Ou seja, não bastasse zelar pela estabilidade financeira e, por conseguinte, econômica, as macroprudenciais são capazes, ainda, de incentivar os gastos em investimentos, fator causal do crescimento do produto, do emprego e da riqueza. Portanto, os recentes debates sobre macroprudenciais parecem bastante compatíveis com a ideia de atuação estatal colocada pela perspectiva keynesiana, contemplando algumas das proposições dos autores atinadas ao sistema teórico por eles desenvolvido. Com efeito, a literatura não sugere a relação entre a perspectiva keynesiana e a lógica macroprudencial. Porém, tal aproximação é essencial, pois, como se pode ver, Keynes já propunha a instituição de medidas que, em muito, se assemelham àquilo que hoje se chamam macroprudenciais, tais como

[...] controle deliberado da moeda e do crédito por uma instituição central, em parte na coleta e disseminação em grande escala dos dados relativos à situação dos negócios, inclusive a ampla e completa publicidade, se necessário por força de lei, de todos os fatos econômicos que seria útil conhecer. Essas medidas envolveriam a sociedade no discernimento e controle, através de algum órgão adequado de ação, de muitas das complexas dificuldades do mundo dos negócios. (KEYNES, 1972, p. 292).

Não obstante, para Minsky (1986, p. 314), “[...] as ações administrativas e regulamentadoras do Banco Central podem tentar controlar e guiar a evolução da estrutura financeira de modo a conter instabilidades cíclicas.” Dessa forma, é papel da autoridade monetária preocupar-se “[...] com o processo de mudança estrutural das relações financeiras sobre a estabilidade [...] guiando a evolução das instituições favorecendo a ampliação da estabilidade e desencorajando instituições e práticas que colaborem para o aumento da instabilidade” (MINSKY, 1986, p. 314). Enfim, vale questionar o que são todas essas colocações senão algo muito próximo ao que é chamado pela literatura como política macroprudencial?

5 Considerações Finais

Embora detenha medidas econômicas eficientes na configuração de robustez ao sistema financeiro e à economia como um todo, e não obstante esteja há muito tempo presente na literatura econômica, muitos ainda são os desafios da política macroprudencial. Entre eles, figuram: a) delinear uma definição mais precisa de seus objetivos; b) aprofundar a elaboração de instrumentos (em especial daqueles que se relacionam à medições e monitoramentos de riscos sistêmicos) e a compreensão dos canais de transmissão dos efeitos das macroprudenciais; c) elaborar um quadro institucional e de mecanismos apropriados de governança que possibilitem a utilização constante e efetiva das medidas sem que a autoridade responsável sofra retaliações por parte do sistema financeiro; e, por fim, d) criar uma cooperação internacional que garanta a eficácia das ferramentas macroprudenciais num mundo globalizado.

As macroprudenciais são um tema ainda controvertido, e, baseando-se na revisão de literatura realizada neste trabalho, se diagnostica a falta de uma base teórica que as sustentem. Resta, assim, uma aparente perspectiva de neutralidade que a deixa sob uma análise pragmática. No entanto, é possível concluir que a política macroprudencial é consistente com a teoria econômica keynesiana, porquanto hábil a atuar como mecanismo de estabilização automática dos ciclos econômicos. Ela é um possível caminho para que a fragilidade financeira e o risco endógeno sejam limitados. Por consequência, a preferência pela liquidez das instituições bancárias não responderá apenas às suas análises pró-cíclicas, mas a uma instituição regulamentadora. Sem dúvidas, pode ser esse um caminho viável para limitar os riscos sistêmicos colocados pelas estratégias competitivas e pelas inovações financeiras que resultam em posições alavancadas e fragilizadas dos agentes.

Toda política econômica é um instrumento de intervenção estatal, seja para fins liberalizantes, mais atinados à correção de falhas de mercado, seja para fins de coordenação econômica, relacionada à estabilização automática do ciclo. Como sua substantivação já aponta, a política econômica é, por essência, política. Assim

sendo, ela é definida nas esferas de poder que direcionam o Estado por um determinado caminho. Talvez por isso e, por ter como norte regulamentações limitadoras da ação especulativa dos capitais privados, a literatura sobre macroprudenciais, embora tenha amplitude, não tem a atenção necessária. Salienta-se que, em nível de prática de *policy maker*, as experiências levadas a efeito são dispersas entre os países e não fazem parte de qualquer orquestração realizada por organismos multilaterais, sendo que não é de hoje que isso é demandado, uma vez que “[...] a manutenção de uma estrutura financeira robusta é précondição para políticas efetivas anti-inflacionárias e de pleno emprego, sem a necessidade do risco de uma profunda depressão. Isso implica a necessidade de políticas para controlar e guiar a evolução financeira” (MINSKY, 1982, p. 92).

Referências

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS *et al.* *Macroprudential policy tools and frameworks: update to G20 finance ministers and Central Bank governors*. 2011. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/othp13.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2013.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Addressing financial system procyclicality: a possible framework*. Note for the FSF Working Group on Market and Institutional Resilience. Sept. 2008.

BANK OF ENGLAND. *The role of macroprudential policy*. London: Bank of England, Nov. 2009. (Discussion Paper).

BERNANKE, B. S. Implementing a macroprudential approach to supervision and regulation. In: ANNUAL CONFERENCE ON BANK STRUCTURE AND COMPETITION, 47., 2011, Illinois. *Proceedings...* Chicago, Illinois: Federal Reserve Bank of Chicago, 2011.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. *Rethinking Macroeconomic Policy*. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2010.

BORIO, C. E. V. Towards a Macroprudential framework for financial supervision and regulation? *CESifo Economics Studies*, v. 49, 181-215, 2003. Disponível em: <<http://www.cesifoeconomicstudies.de>>. Acesso em: 10 jan. 2013.

BORIO, C. E. V.; DREHMANN, M. *Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences*. Basel: Bank for International Settlements, June 2009. (BIS Working Papers, n. 284).

BORIO, C. E. V.; SHIM, I. *What can (macro)-prudential policy do to support monetary policy?* Basel: Bank for International Settlements, 2007. (BIS Working Papers, n. 242).

BRUNNERMEIER, M.; SANNIKOV, Y. *A macroeconomic model with a financial sector*. Princeton: Princeton University Press, Nov. 2009.

CARUANA, J. Macroprudential policy: working towards a new consensus. In: *The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy*. Washington, D.C.: BIS's Financial Stability Institute; IMF, 2010.

CARVALHO, F. J. C. Keynes como reformador social: o debate em torno de *How to Pay for the War*. In: FERRARI FILHO, F. (Org). Teoria geral setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana. Porto Alegre: UFRGS, 2006. p.45-60.

CLEMENT, P. The term "Macroprudential": origins and evolution. *BIS Quarterly Review*, p. 59-67, Mar. 2010.

CROCKETT, A. Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability. *BIS Speeches*, 21 Sept. 2000.

FERRARI FILHO, F. *Política comercial, taxa de câmbio e moeda internacional: uma análise a partir de Keynes*. Porto Alegre: UFRGS, 2006.

GALATI, G., MOESSNER, R. *Macroprudential policy: a literature review*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank, 2010. (DNB Working Paper, n. 267).

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Macroprudential policy: an organizing framework*. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2011.

KEYNES, J. M. A Tract on monetary reform. In: MOGGRIDGE, D.; JOHNSON, E. (Ed.) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. v. IV. Londres: Cambridge University Press, 1971a.

_____. A Treatise on money: the Pure Theory of Money. In: MOGGRIDGE, D.; JOHNSON, E. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. V. Londres: Cambridge University Press, 1971b.

KEYNES, J. M. Essays in persuasion. In: JOHNSON, E.; MOGGRIDGE, D. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. IX. Londres: MacMillan Press, 1972.

KEYNES, J. M. *The economic consequences of the peace*. New York: Penguin Books, 1988.

_____. *The general theory of employment, interest and money*. Nova York: HBJ, 1964.

LANDAU, J. P. Bubbles and macroprudential supervisor. *BIS Review*, n. 37, p. 1-6, 2009.

LASTRA, R. The governance structure for financial regulation and supervision in Europe. *The Columbia Journal of European Law*, v. 10, n. 1, p. 49-68, 2003.

MINSKY, H. *Can It happen again?* Armonk: M. E. Sharp, 1982.

_____. *Stabilizing an unstable economy*. Nova York: Yale University Press, 1986.

PEROTTI E.; SUAREZ, J. *Liquidity risk charges as a macroprudential tool*. Amsterdam: University of Amsterdam, Oct. 2009. Mimeo,

Recebido em: 25/06/2013.

Aceito em: 26/09/2013.